

# 株式公開の経済分析

長瀬 毅

## 1. 本論文の課題と対象

本論文の課題は、戦後日本の株式市場における、企業の新規株式上場の目的とその効果を検証することである。戦前期の企業の資金調達において株式市場を通じた資金調達はその重要な部分を構成していたが、戦後は銀行を中心とした規制金融体系の中で株式市場に様々な制度的規制が課され、株式市場を通じた資金調達のシェアは急落し、企業の資金調達の大部は銀行借入などの相対型の負債を中心としたシステムに移行した。すなわち、企業の資金調達という点で戦後日本の株式市場が果たす役割は、量的には極めて限定的であったといえる。

一方で、株式市場に企業が新規に株式を上場・公開する際の目的としては、理論的背景を持つものから実務界での一般的な理解を含めて、様々なものが存在する。例えば、企業のイメージアップや社会的信用の向上や、株式の流動性や金融機関に対する交渉力の向上を通じて企業価値の向上が期待できるなど、上場・公開の目的とされるものの内容は多岐に渡るが、最終的には上場・公開によって企業価値の上昇が期待できるためというものが多い。

しかし、これまでの実証研究の結果、上場・公開後に利潤率や成長率などの企業パフォーマンスが有意に低下することが明らかとなり、上場・公開後に企業価値の向上が達成されていない可能性があることがわかった。このため、企業が何のために上場・公開を行うのかは非常に曖昧で、学問的にも統一的な理解をみていない。とりわけ日本においては、株式を通じた資金調達は極めて限定的であるため、上場・公開が合理的・合目的に行われているのか疑問がある。また、上場・公開に際して既存株主・経営者と外部の新規の投資家との間での情報の非対称性に伴う逆選択やモラルハザードの問題が発生する可能性が大きく、こうした問題が本来であれば達成されたであろう上場・公開による企業価値の向上を阻害している可能性もある。

そこで本論文では、新規上場企業の上場前後でのパフォーマンスや資金調達構造の変化を統計的に確認し、この変化が起こる原因を資金調達関数や設備投資関数、利潤関数の推計を通じて明らかにする。

研究対象は、1980年以降に全国の証券取引所に新規上場を行った企業のうち、製造業に属する244社である。

## 2. 本論文の構成と内容

本論文は序章・終章を挟んで4つの章から構成される。第1章では、戦後日本の株式市場の歩みを概観し、新規上場・公開企業数の推移や産業ごとの新規上場・公開状況を定量的に把握する。第2章では、新規上場企業の上場前後でのパフォーマンスや資金調達、所有構造に有意な変化が生じているかどうかについて統計分析を行う。第3章は第2章で得られた事実を受けて、上場前後での資金調達についてさらに詳しく考察し、資金調達関数と設備投資関数を推計して、資金調達や設備投資の決定要因を分析する。第4章では上場前後でのパフォーマンスの低下に着目し、利潤関数を推計して様々な利害関係者のガバナンスの有効性について分析する。

以下は各章の概要である。

### 第1章 戦後日本の株式市場と企業の株式公開

この章ではまず戦後日本の株式市場の数量的な変化を概観する。戦後の株式市場では株価、取引高が一貫して上昇した後、1990年代初頭に大きな構造変化を経験し、その後は株価・取引高ともに変動が極めて大きくなった。一方で全国の証券取引所に上場した企業数は年々増加し、1990年代以降は新興市場の設置などもあって新規上場はむしろ加速している。この点で新規上場企業を取りまく環境は大きく変化しており、上場の目的・効果も構造変化前後で異なることが予想される。

また、株式市場を通じた資金調達が戦後はそれほど多くなく、株式を通じた資金調達の内訳も大きく変化している。企業の増資形態は株主割当増資から公募増資へ、公募増資から第三者割当増資へとその主流が変化している。これは株価の推移や規制緩和と関連のある変化であるが、資金調達に際して既存株主に加えて外部の一般投資家や取引先などが新たに株主として企業の利害関係者に加わるという状況が多くなっているため、企業の内部株主・経営者と新規の株主との間の利害対立が近年は重要になってくる状況にある。

次に、産業ごとの新規上場・公開企業数の推移を見る。これによると、1960年代の重化学工業、1980年代の不動産、小売業、1990年代以降のサービス業など、特定の時期に特定の業種の上場が集中する明らかな「株式公開ブーム」の存在がうかがえる。このことは、上場が企業の独自の属性や資金調達の必要性などに基づいた主体的判断によるものか、産業全体のブームに乗って例えば投資家から企業価値以上の資金を得ようとするなどの判断によるものか、という上場目的自体に関わる疑問を提示している。

さらに近年は店頭市場に株式を公開後に証券取引所に異動せず、店頭市場に残留する企業も増えており、証券取引所と店頭市場の関係が、従来の補完的立場から競合的立場になりつつあることを示唆していると考えられる。市場間競争については将来的な課題とし、以降の分析では証券取引所への直接上場にサンプルを限定した。

また、以降の分析のためにサンプルを「独立系企業」「関係企業」に分割した。前者は創業者一族が経営者と大株主を兼ねた、比較的小規模の企業であり、そのために外部投資家との間の情報の非対称性が深刻と思われる。後者は既上場の事業会社が親会社となっている子会社・関連会社に相当する企業で、規模は比較的大きく、独立系企業に比べて情報

の非対称性の問題は深刻ではないと思われる。以降の章ではこの二つの企業種別のパフォーマンスの差とその原因を解明してゆく。

## 第2章 株式上場の効果の計測－イベントスタディによる統計的整理－

この章では、まず上場の目的と効果についての先行研究を整理した上で、イベントスタディの手法を用いて、上場前後で企業のパフォーマンスや資金調達、所有構造が有意に変化したかを考察する。

上場に関する先行研究では Pagano et al(1998)の実証研究に着目する。これは企業の上場確率と上場後のパフォーマンス・所有構造の変化を統計的に分析した業績で、独立企業と子会社にサンプルを分割してその差についても論じている。本章での分析の結果得られた結論を先行研究との整合性から整理すると以下ようになる。先行研究の結論と整合的であるのは、1) 利益率で見た経営パフォーマンスや設備投資比率の低下、2) 特に独立系企業における、金融資産投資や子会社への出資の拡大、3) 借入制約の緩和と資金調達コストの低下、の3点である。

先行研究で指摘されていない点は、1) 上場後は一般的営業活動が拡大し、特に独立系企業の場合、調達された資金は手元流動性として保持される、2) 上場後に社債の発行による大規模な資金調達が行われる、3) 上場後に金融機関持株比率が上昇し、他の主体の持株比率は概ね低下している、の3点である。

さらに独立系企業と関係企業の相違点は、1) 独立系企業の方が規模が小さく、利益率が高い、2) 独立系企業の方が負債比率が低く、長期借入金比率が高く、上場前の銀行借入利率が高い、3) 関係企業では上場後に個人投資家が増え、所有構造が分散化する傾向にあり、両グループとも大株主は上場後も一定の支配力を保持している、の3点である。

これらの結果を解釈すると以下のような仮説を得る。すなわち、上場によって調達された資金を原資として、短期・長期の負債の返済によるバランスシートのリバランスや投資有価証券の購入などの金融資産投資、独立企業の場合は企業グループの形成などのための子会社への出資が行われる。この点で上場の目的あるいは効果は、特定の投資機会の必要資金をファイナンスすることではなく、バランスシートのリバランスと、特に独立系企業の場合は企業グループの形成などによる一般的な業容の拡大、営業活動の基礎の構築であると考えられる。ただ、業容の拡大に伴った設備投資が為されているかは疑問であり、営業費用が逡増的になって収益を圧迫している可能性がある。また、営業費用の手当として使用される流動資産、特に現預金としてプールされた資金が **free cash** となり、経営者のモラルハザードを助長することで企業収益を低下させている可能性がある。特に上場前から収益率が低く投資機会に恵まれていないと思われる関係企業において、この種のモラルハザードが発生している可能性が考えられる。

さらに、上場によって適債基準をクリアし、金融機関に対する交渉力を高めることで、より有利な条件での起債が可能になるとと思われる。これによって借入から社債へ負債構成がシフトする。

### 第3章 株式上場と企業の資金調達・設備投資構造の変化

第1章でも述べたように、日本の場合、企業の資金調達は銀行借入等の間接金融が主体であり、社債や増資などの直接金融の重要性は相対的に低かった。特に一般事業債の発行市場においては企業の純資産額などに応じた適債基準が存在し、一般事業債の発行条件等を企業が主体的に選択し得る余地は少なく、企業の資金調達における一般事業債の重要性は低かったといわれている。こうした状況において、株式上場・公開によって増資という形で資本市場から資金を調達できるようになることが、企業が直面する資金制約の緩和と投資の促進につながり得たであろうと考えられる。特に優良な投資機会を持っていながら、企業年齢が若いあるいは規模が小さいなどの理由から、資金の供給者との間の情報の非対称性から生じる借入コストの上昇などの問題を抱えている企業、特に本論文においては「独立系企業」がこの種の企業にあたると思われるが、こうした企業は、上場・公開によって企業情報を開示し、資本市場のモニタリングを受けることによって前述の問題を克服し、大規模な投資資金を調達でき、望ましい投資を実行して企業価値を高めることが可能であると思われる。

しかし、第2章で検討したように、上場によって調達された資金は設備投資ではなく、手元流動性としてプールされて一般的な業務の拡張費用や子会社への出資などの金融資産投資に使用されていたと考えられ、上場後の利潤率や売上高成長率の低下などの事実も含めて考えると、上場によって調達された資金が生産的に使用されたかどうかは疑わしい。さらに、特に関係企業のような投資機会が相対的に乏しい企業にとって、上場によって調達された資金は **free cash** として非生産的に費消されている可能性もある。

こうした資金運用上の問題だけでなく、資金調達の面でも上場のインパクトが大きかったのか疑問が残る。本章の第1節において、フローの資金の増減について上場前後で有意な変化があるかどうかを統計分析によって検討したところ、1) 上場直後の増資による調達においては独立系企業が、内部資金調達においては関係企業の方が有意に高く、他の調達方法では両グループ間に有意な差は存在しない、2) 上場前・上場後では内部資金による調達が支配的だが、上場直後のみ増資による調達と逆転する、3) 長期借入金は上場前・上場直後に返済され、上場後は残高は変化しない、4) 社債による調達は上場後に有意に増加する、等が観察された。これによれば、資金調達方法は上場前後で大きく変化しておらず、内部資金の重要性は上場後も変化していないと考えられる。さらに、上場後の社債による調達についても、上場後のパフォーマンスの低下を鑑みれば、生産的に使用されたのか疑問である。

こうした疑問について、本章第2節以降で増資確率関数、設備投資関数を推計し、増資に伴う情報の非対称性を緩和していた主体を特定し、設備投資の決定要因として上場前後で内部資金や社債の重要性が異なるのかについて検討する。

推計結果から得られた結論は、独立系企業については、増資確率関数について、1) 利益率が高まると増資確率が高まる、2) 負債比率が高まると倒産リスクを考慮して限界的な資金調達を増資によって行う、3) 社債と長期借入金のペckingオーダーについては、上場前において成り立っている可能性がある、4) 経営者が増資に伴う情報の非対称性を緩和している、5) 上場前後で特定の時点に増資のタイミングが集中している可能性がある

る、等である。設備投資関数については、独立系企業・関係企業の双方において上場前後を通じて資金制約に直面しているが、上場によって内部資金制約がある程度緩和され社債による調達で設備投資を促進したことを示唆する結果となった。

#### 第4章 新規上場企業のガバナンス構造について－上場・公開に伴う企業の規律付け主体の変化とその効果－

本章では上場後のパフォーマンスの低下について、その原因とガバナンス主体の行動に焦点を当てて分析を行う。まず、上場に際してガバナンスの点から問題となるのは金融機関、特に上場前から企業と密接な関係を有していたと思われる、企業への融資比率が最大の最大融資金融機関である。最大融資金融機関は上場前の資金制約下にある企業に資金供給を行う一方、独占的な情報生産機関として企業から高金利という形でレントを得ていたと思われる。通説においては、上場後に企業が新たな資金調達源泉を獲得し、情報開示によって最大融資金融機関の情報優位性が低下したとすると、それによって他の金融機関との貸付競争が発生して借入金利の低下が起これ、企業は安価な資金調達が可能となり負債による調達が継続する、と考えられている。

しかし、第2章、第3章で検討したように、上場に伴って支払金利は確かに低下するが、長期借入金の残高は平均的には上場後はほとんど変動していない。さらに、本章の統計分析によって、最大融資金融機関の融資比率は上場直後と上場後を比べても有意な変化はなく、最大融資金融機関の持株比率についても同様である。こうした点から、最大融資金融機関は上場後も負債・株式を通じて一定の関係を企業と持ち続けていると考えられる。もし日本の株式市場の固有の問題や、新規上場企業は比較的小規模な点などから、株価を通じた市場の規律付けがあまり機能していないとすると、最大融資金融機関の情報優位性は維持されるため、上場後も情報生産を行って企業を規律付けレントを得ている可能性が考えられる。特に、債権者と株主の双方の立場を具備した最大融資金融機関は債権者と株主の利害対立を緩和し、企業価値を高める可能性がある。これについて利潤関数にガバナンス主体の持株比率や最大融資金融機関の融資比率などを導入して推計を行った。

推計結果として、最大融資金融機関については、株式・負債を通じたモニタリング効果を発揮しているとは言い難い。しかし、債権者と株主の双方の性格を有することによって、債権者と株主の利害対立を緩和し、企業パフォーマンスを高める効果がある程度持っている。ただ、トータルな効果で見れば、株主を兼ねた最大融資金融機関の存在は企業パフォーマンスに対してマイナスである。このことはいわゆるメインバンクとしての最大融資金融機関が上場後あまり時間の経過していない、言い換えれば企業情報の開示がまだ不十分な企業について、市場のモニタリングに代わって情報生産を行い企業価値を高めているとは言えない。

独立系企業については上場後について経営者や10大株主、外国人によるモニタリングが有効である一方、関係企業においては外国人以外では所有構造からみた規律付けは有効性が低く、関係企業が属する企業グループが、債権者であるグループ金融機関をも含んだグループ全体としての **entrenchment** を行っていると解釈できる。特に上場に伴って発生した **free cash** から生じるモラルハザードの可能性について、関係企業は適切なガバナ

スを行い得なかったと考えられる。

### 3. 本論文の結論

本論文の結論をまとめると以下ようになる。独立企業は関係企業よりパフォーマンスが良好であった。しかし、序章で述べたように独立企業は関係企業よりも情報の非対称性の問題が深刻であると考えられるため、それを緩和して相対的に良好なパフォーマンスを維持している原因として、大株主・経営者による規律付けと最大融資金融機関の債権者・株主の利害調整機能に注目した。増資関数の推計結果によって、上場後の資金調達における情報の非対称性の緩和について、経営者のモニタリングが有効であることがわかった。また利潤関数の推計によっても経営者のモニタリングが有効であることが分かった。これによって、独立系企業における経営者の **entrenchment** は起こっていないと考えられる。

関係企業はよりパフォーマンスの低い、相対的に規模の大きい企業であり、負債比率が高いのであるが、分析の結果、関係企業の上場目的や上場後のパフォーマンスの決定要因、資金調達メカニズムは独立系企業と大きく異なっていることが示唆された。すなわち、Zingales(1995)等のモデルで想定され、Pagano et al(1998)等によって確認された、親会社による子会社の売却という事実は関係企業の上場の際には明示的に確認できず、むしろ上場後も親会社が **stakes** を保持し続けることが分かったのであるが、上場を企業売却のステージと考えて行動しているのは上場前に関係企業の株式を保有していた外国人株主であることが示唆される。親会社がモニタリング機能を果たしていないことが明らかとなったため、親会社が関係企業の **stakes** を保有し続ける理由についてさらに分析が必要となる。

独立系企業・関係企業に共通の問題として、上場後にも資金制約に直面し、設備投資資金などは内部資金への依存が確認され、不足分を社債によって調達していることが明らかとなった。金融機関からの長期借入金には設備投資に正の効果を与えておらず、関係企業については負の効果を与えていた。

以上の点から、金融機関が効率的な情報生産を行うことによって上場に伴う情報の非対称性を緩和できていたのか疑問が残る結果となった。さらに増資や設備投資の実行、パフォーマンスの変化において、上場時からどれだけ時間が経過したか、あるいは上場までにどれだけの時間があるかといった、上場時点を中心としたタイミングが大きな影響を与えている可能性が示唆された。